

Фінанси, банківська справа та страхування

УДК 336.27

Бондарук Таїсія Григорівна

*доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Національна академія статистики, обліку та аудиту*

Bondaruk Taisiia

*DSc. in Economics, Professor,
Head of the Department of Finance, Banking and Insurance
National Academy of Statistics, Accounting and Auditing
ORCID: 0000-0001-9410-6428*

Богріновцева Людмила Миколаївна

*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Національна академія статистики, обліку та аудиту*

Bohrinovtseva Liudmyla

*PhD in Economics, Associate Professor,
Associate Professor of the Department of Finance, Banking and Insurance
National Academy of Statistics, Accounting and Auditing
ORCID: 0000-0001-9597-1085*

**РОЛЬ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ
ДЕРЖАВНОГО БОРГУ**

**THE ROLE OF THE SECURITIES MARKET AS A SOURCE OF
GOVERNMENT DEBT FINANCING**

Анотація. В статті досліджено сутність та роль ринку цінних паперів як джерела фінансування державного боргу. Державний борг виступає важливим інструментом для забезпечення фінансових потреб

держави, і ринок цінних паперів є одним із ключових механізмів, за допомогою якого держава може залучати необхідні кошти. Авторами охарактеризовано різні типи цінних паперів, що випускаються державою з метою фінансування державного боргу, зокрема ОВДП, ОЗДП та військові облігації. Цінні папери держави, зазвичай, вважаються відносно безпечними інвестиціями, оскільки вони підтримуються державою. Такі цінні папери можуть привертати як внутрішніх, так і іноземних інвесторів, допомагаючи залучати кошти для розвитку економіки та імплементації важливих проєктів. Проаналізовано переваги та недоліки залучення фінансування через ринок цінних паперів, а також вплив такого фінансування на державний борг та економіку країни в цілому. Охарактеризовано сутність ринку цінних паперів як джерела фінансування державного боргу в умовах воєнного стану. Воєнний стан є надзвичайною ситуацією, коли країна стикається з важливими викликами безпеки та оборони, що вимагають надзвичайних фінансових ресурсів. Досліджуються ризики, пов'язані з використанням ринку цінних паперів для залучення фінансування, а також можливі шляхи їх зменшення та управління, а саме ризики, що виникають на ринку цінних паперів у період воєнного стану, такі як зміни в процентних ставках, непевність інвесторів та інші фактори. Встановлено, що ефективне управління ринком цінних паперів та державним боргом має важливе значення для стабільності фінансової системи, стимулювання економічного зростання та реалізації стратегічних проєктів у країні. Однак, при використанні ринку цінних паперів з метою фінансування державного боргу, необхідна побудова ефективної системи управління ризиками та контроль за обсягами боргу.

Ключові слова: державний борг, облігація, ОВДП, ОЗДП, ринок цінних паперів, цінні папери, фінансові ресурси, фінансування.

Summary. *The article examines the essence and role of the securities market as a source of public debt financing. Public debt is an important tool for ensuring the financial needs of the state, and the securities market is one of the key mechanisms by which states can raise the necessary funds. The authors characterized various types of securities issued by states to attract financing, in particular OVDP, OZDP and military bonds. The advantages and disadvantages of attracting financing through the securities market are analyzed, as well as the impact of such financing on the public debt and the economy as a whole. The essence of the securities market as a source of financing the state debt in the conditions of martial law is characterized. Martial law is a state of emergency when a country faces important security and defense challenges that require extraordinary financial resources. The risks associated with the use of the securities market to attract financing, as well as possible ways of reducing and managing them, namely the risks arising in the securities market during martial law, such as changes in interest rates, investor uncertainty, and others, are investigated factors. However, when using the securities market to finance public debt, careful attention must be paid to risk management and debt control.*

Key words: *public debt, bond, OVDP, OZDP, securities market, securities, financial resources, financing.*

Постановка проблеми в загальному вигляді. В умовах воєнного стану в Україні державний борг все більше набуває характеру не лише фінансової, але і соціально-політичної проблеми, яка прямо пов'язана з проблемою економічної безпеки країни. Питання управління та обслуговування державного боргу є особливо важливим в контексті тих економічних труднощів, які впродовж останніх років переживає Україна. Розв'язання проблеми обслуговування державного боргу є одним із ключових факторів економічної стабільності в країні. Від характеру

врегулювання боргової проблеми в значній мірі залежить бюджетна дієздатність держави, стабільність її національної валюти, а відтак фінансова підтримка міжнародних фінансових організацій. Необхідність розв'язання цих питань потребує пошуку додаткових джерел фінансових ресурсів, в тому числі і через ринок цінних паперів, та шляхів вдосконалення механізму управління та обслуговування державного боргу в Україні.

Активізація розвитку ринку державних цінних паперів стає ключовим фактором для підвищення економічного становища будь-якої країни. Враховуючи останні роки, проблема із зростанням державного боргу продовжує ще більше загострюватись, особливо від початку повномасштабного вторгнення росії. Ринок цінних паперів залишається важливим джерелом фінансових ресурсів і в умовах воєнного стану. Однак військові конфлікти можуть створювати додаткові виклики та ризики для держав, які намагаються забезпечити фінансування своїх потреб через ринок цінних паперів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Ключові аспекти ролі та особливостей ринку цінних паперів як одного із важливих джерел фінансування витрат держави досліджували в своїх працях такі вчені, як: І. Гнидюк [1], Н. Замкова [1], Ю. Коваленко [9], С. Онишко [10], О. Рожко [4], К. Роменська [4], В. Ченцов [4], В. Успенко [4] та інші. Проте варто зауважити, що враховуючи досить великий вклад науковців щодо досліджуваної теми, недостатньо вивченим та гострим для України є питання обслуговування державного боргу за допомогою ринку цінних паперів в умовах воєнного стану, викликаною російською агресією.

Формулювання цілей статті. Мета статті полягає у дослідженні ролі та особливостей ринку цінних паперів як основного джерела фінансового забезпечення державного боргу в сучасних умовах.

Виклад основного матеріалу дослідження. Протягом значного періоду існування нашої незалежної держави, відзначалась тенденція до зростання державного боргу. На сучасному етапі розвитку проблематика зі збільшення державного боргу стала особливо актуальною, оскільки вона стосується фінансової безпеки держави.

Формування державного боргу призводить до утворення бюджетного дефіциту. Для покриття цього дефіциту необхідно залучати додаткові кошти на зовнішніх або внутрішніх фінансових ринках через емісію цінних паперів [1]. Державний борг можна визначити як суму заборгованості держави по випущених і не погашених державних внутрішніх позиках, а також фінансових зобов'язань держави по відношенню до зовнішніх кредиторів [2].

Залежно від того, з внутрішніх чи зовнішніх джерел здійснюються запозичення, державний борг визначається як внутрішній чи зовнішній борг. Зовнішній державний борг виникає у зв'язку із залученням державою зовнішніх позик [3]. Державний внутрішній борг відображає підсистему економічних відносин між державою та кредиторами з числа юридичних та фізичних осіб.

Проведемо більш детальний аналіз внутрішнього державного боргу. Цей вид боргу виникає зі збільшенням суми заборгованості держави перед утримувачами цінних паперів та іншими кредиторами. Внутрішній державний борг формується шляхом розміщення урядом державних цінних паперів на внутрішньому ринку, де вони доступні для придбання як фізичним, так і юридичним особам [4]. Варто зауважити, що цей вид запозичень характеризується меншим ризиком (рис. 1).

За даними рис. 1 можемо спостерігати постійне зростання внутрішнього боргу протягом розглянутого періоду. Цей ріст є результатом збільшення загального обсягу випусків облігацій внутрішньої державної позики. Це призводить до збільшення суми залучених для

фінансування дефіциту державного бюджету фінансових ресурсів з ОВДП (облігації внутрішньої державної позики).

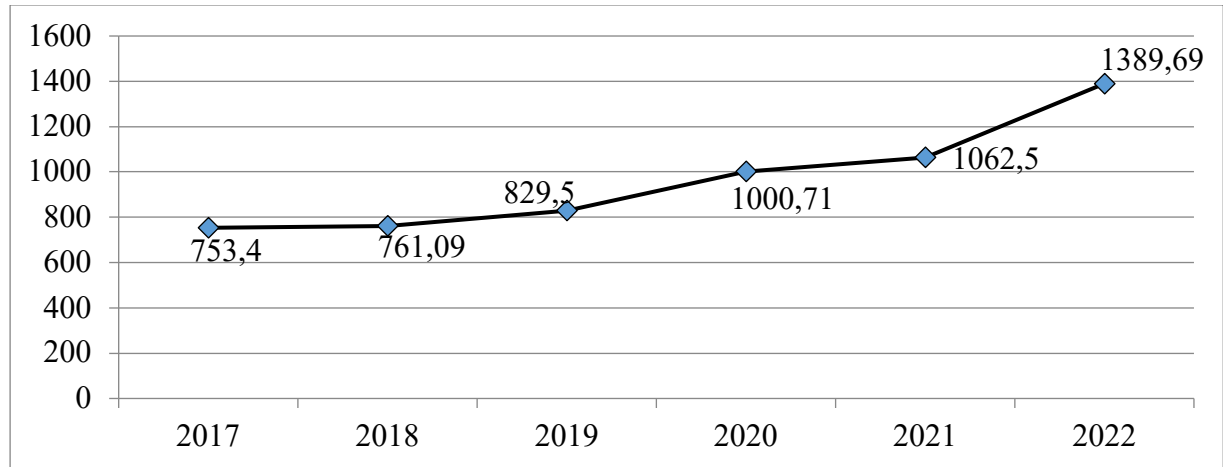


Рис. 1. Динаміка внутрішнього Державного боргу України за 2017–2022 рр., млрд грн

Джерело: побудовано авторами за даними [5]

Детальна структура складових внутрішнього боргу представлена у табл. 1.

Таблиця 1

Динаміка внутрішнього боргу України за структурними елементами, млрд грн

Показник	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Відхилення 2022/2017
Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	751,02	758,84	827,38	998,73	1060,7	1387,97	636,95
Частка у внутрішньому боргу, %	99,7	99,7	99,7	99,8	99,8	99,9	0,2
Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	2,38	2,25	2,12	1,98	1,8	1,72	-0,66
Частка у внутрішньому боргу, %	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	-0,2
Усього внутрішній борг	753,4	761,09	829,5	1000,71	1062,5	1389,69	636,29

Джерело: складено авторами за даними [5]

Так, можемо спостерігати, що найбільшу частку у структурі внутрішнього державного боргу складають зобов'язання за випущеними цінними паперами на українському фінансовому ринку, зокрема ОВДП є основним інструментом залучення коштів. Підвищення облікової ставки НБУ спричинило зростання ставки за ОВДП і, відповідно, збільшило обсяг державного боргу. Це призвело до ефекту витіснення, коли банківські установи переважно розміщують свої кошти не в реальному секторі економіки, а в державних облігаціях.

Також варто відзначити, що ще одним важливим фактором збільшення внутрішнього боргу стало розширення можливостей інвестування коштів у державні цінні папери в серпні 2020 року, зокрема при їх первинному розміщенні. Паралельно в цей період вдосконалювався порядок адміністрування виплат за цими цінними паперами, а також продовжувалися політики зниження ставок. До запровадження локдауну попит на державні облігації був низьким, і тому аукціони з розміщення ОВДП не проводились. Проте, з кінця квітня аукціони були відновлені, але чергова хвиля пандемії знову змінила плани інвесторів, що спричинило зміну попиту і відсоткових ставок. Тільки наприкінці року попит на державні облігації відновився, що позитивно вплинуло на виконання плану щодо державних запозичень та бюджетного фінансування.

Далі розглянемо обсяги зовнішніх запозичень, оскільки вони є важливим джерелом забезпечення потреб економіки при наявності бюджетного дефіциту. Також ці ресурси використовуються для рефінансування боргу з минулих років. Однак, неефективне управління цими ресурсами може призвести до посилення ефекту поглиблення економічної кризи, знаходячись в результаті у ситуації, коли держава не може виконувати свої зобов'язання (рис. 2). За даними рис. 2 бачимо, що на кінець 2022 року загальна сума зовнішнього державного боргу зросла на 44% порівняно з аналогічним періодом минулого року.

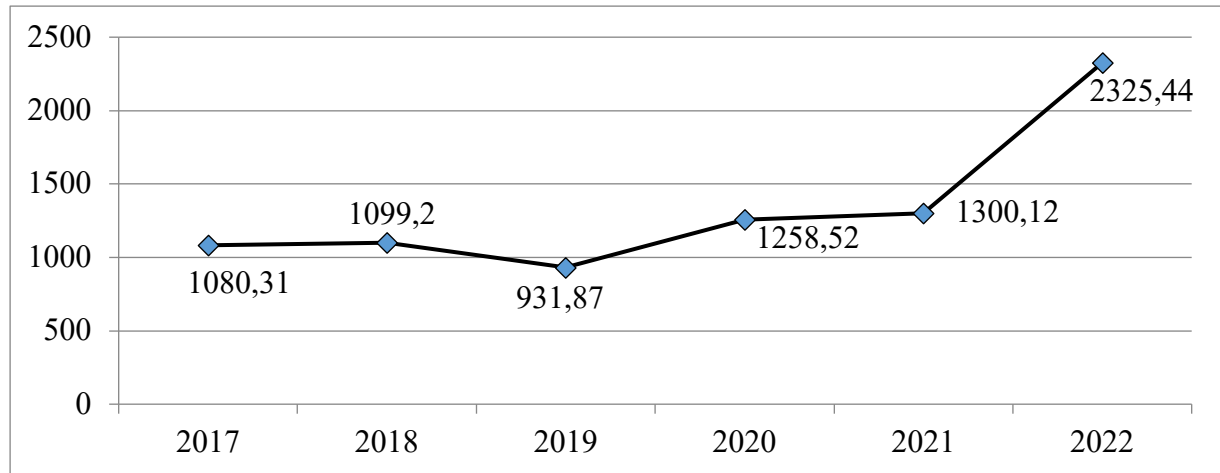


Рис. 2. Динаміка обсягів зовнішнього боргу України за 2017-2022 рр., млрд грн

Джерело: побудовано авторами за [5]

З табл. 2 видно, що найбільша частина фінансових ресурсів надійшла від міжнародних фінансових організацій у формі позик, а також через операції з випуску цінних паперів на зовнішньому ринку.

Таблиця 2

Динаміка зовнішнього боргу України за структурними елементами,
млрд грн

Джерело боргу	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Відхилення 2022/2017
Позики від міжнародних фінансових організацій	407,47	370,82	292,20	443,31	463,13	1100,26	692,79
Позики від органів управління іноземних держав	49,3	47,93	38,59	43,90	40,75	182,66	133,36
Позики від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	0,00	11,08	33,34	61,09	50,74	60,38	60,38
Випуск цінних паперів на зовнішньому ринку	574,46	622,08	527,53	660,22	625,00	828,54	254,08
Заборгованість, не віднесена до інших категорій	49,08	47,29	40,22	50,01	120,50	153,60	104,52
Усього зовнішнього боргу	1080,31	1099,2	931,87	1258,52	1300,12	2325,44	1245,13

Джерело: складено авторами за даними [5]

Розглянемо більш детально, які інструменти використовуються для зовнішніх державних запозичень. Основні боргові інструменти включають кредитні угоди та облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП). Уряд використовує різноманітні засоби для здійснення зовнішніх запозичень, проте особливий акцент робиться на облігаціях зовнішньої державної позики (ОЗДП) та кредитних угодах. Станом на кінець 2022 року, частка ОЗДП складала 53% зовнішнього боргу, тоді як кредити, надані міжнародними фінансовими організаціями, становили 39%. Погіршення майже всіх показників боргової безпеки у 2020 році було спричинене кризою, пов'язаною з поширенням COVID-19, а також вторгненням росії на територію України в 2022 році.

Війна призводить до значних змін у всіх сферах, включаючи боргову сферу, і наочно демонструє орієнтацію коштів бюджету на забезпечення обороноздатності країни. Актуальним стає перепрофілювання акцентів та пріоритетів бюджету на підтримку оборони, викликане військовими діями. Нині таких коштів недостатньо, щоб задовольнити потреби, тому держава змушена знаходити інші джерела фінансування для виконання своїх функцій. Згідно з оцінками Міністерства фінансів України, місяць військових дій обходиться державному бюджету близько 10 мільярдів доларів США, однак ця сума може бути значно більшою [4].

Ще одним альтернативним джерелом фінансування бюджету є військові облігації, які були запропоновані урядом з самого початку повномасштабного вторгнення після ухвалення постанови «Про випуск облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» від 25 лютого 2022 р. № 156 [6]. Було заплановано залучити кошти до державного бюджету шляхом розміщення облігацій у розмірі до 400 млрд грн. До лютого 2023 року, під час воєнного стану, було вже придбано облігацій на суму, що перевищувала 100 млрд грн. З жовтня 2022 року цей вид боргових зобов'язань також став доступним через портал «Дія».

Значне зростання обсягу зовнішнього та внутрішнього боргу через військові дії є очікуваним явищем. Наприклад, аналіз 2022 року вказує, що вже в березні державний борг збільшився на 3,7% за даними Міністерства фінансів України. Прогнозні оцінки експертів на початок 2023 року вказують на зростання валового державного боргу до 82.6% ВВП. Порівнюючи з аналогічним періодом 2021 року, загальна сума боргових зобов'язань знизилася до 49%. Падіння ВВП на приблизно 35% та різке збільшення державного дефіциту є головними факторами, що призвели до зростання боргу [7].

Слід зазначити, що згідно з Маастрихтською угодою встановлені певні обмеження щодо максимально допустимого рівня державного боргу – не більше 60% ВВП. Така негативна тенденція щодо перевищення максимально допустимого рівня державного боргу відносно ВВП може призвести до загострення боргової кризи, тому необхідно знайти напрямки оптимізації боргової політики в країні. Станом на кінець 2021 року, відсоткове співвідношення державного боргу до ВВП становило майже 49%, що є нижчим за середні значення в країнах з формуючими ринками, де воно становило 66,7%, а також нижчим за середній світовий рівень - 103,2% ВВП. Проте у 2022 році бачимо значне збільшення цього відсоткового співвідношення на 29,5%, що довело його до рівня 78,4%, перевищуючи допустиме значення в 60%. Це зростання обумовлено складною економічною та політичною ситуацією в країні, спричиненою військовими конфліктами. Таким чином, можна стверджувати, що появилася гостра потреба в залученні додаткових коштів, зокрема за допомогою емісії цінних паперів.

Незважаючи на ускладнення зменшення боргового навантаження та його збалансування через воєнний стан, Україна продовжує вчасно сплачувати свої боргові зобов'язання. Для цього було створено Фонд обслуговування та погашення державного боргу. У березні 2022 року було

здійснено платіж у сумі 292 млн. доларів США за єврооблігаціями, що були деноміновані в американській валюті, і термін погашення яких закінчився у вересні поточного року. Уряд намагається і надалі гарантувати виконання своїх зобов'язань з метою уникнення можливого дефолту чи реструктуризації. За весь 2022 рік було виплачено 448,6 млрд. гривень за борговими зобов'язаннями держави.

За дослідженнями Міжнародного валютного фонду (рис. 3), після проведення аналізу стану державного боргу України, було зроблено наступні прогностичні оцінки, і вони є досить негативними.

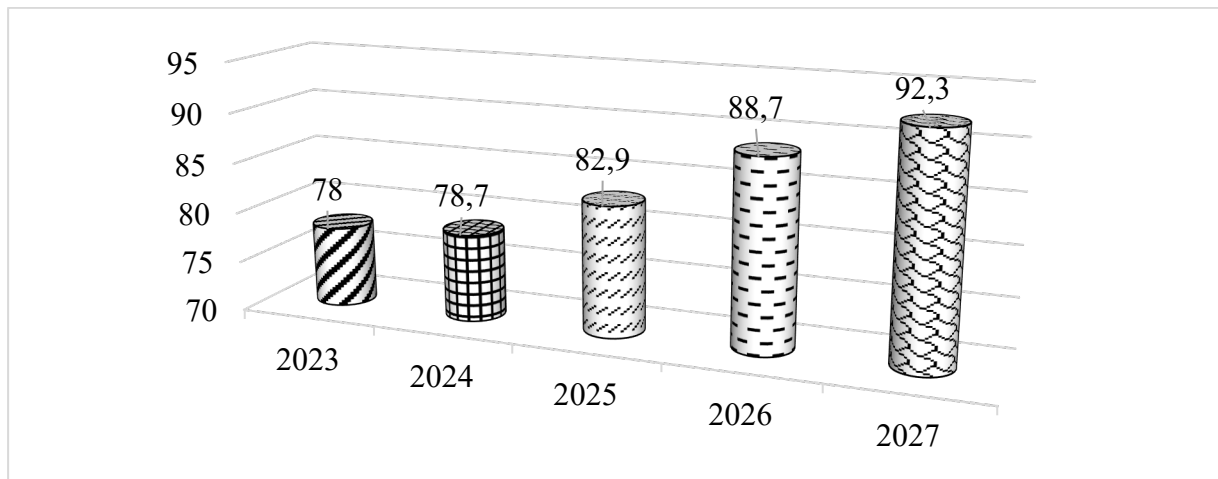


Рис. 3. Динаміка стану державного боргу України за прогнозами МВФ, % від ВВП протягом 2023-2027 рр.

Джерело: побудовано авторами за даними [8]

Так, за даними рис. 3, тенденція є зростаючою, і в 2027 році сягає можливої позначки в 92,3% ВВП, така ситуація є надзвичайно небезпечною для економіки країни, тому впровадження ефективної політики управління державним боргом є одним з першочергових завдань.

Ринок цінних паперів відіграє важливу роль як джерело фінансування витрат на обслуговування державного боргу. Його використання для залучення коштів має кілька важливих переваг:

- залучення інвесторів – надає можливість урядам залучати кошти від різних інвесторів, включаючи інституціональних інвесторів, приватних осіб, пенсійні фонди, страхові компанії та інші фінансові установи;
- довгострокове фінансування – випуск таких облігацій, дозволяє уряду залучати кошти на тривалий період. Це дає можливість спрямовувати фінансові ресурси на довгострокові проекти та програми [9];
- регулювання ліквідності – надає можливість урядам легше регулювати свою ліквідність, продавши або викупивши цінні папери на ринку в залежності від потреб бюджету [10];
- визначення процентних ставок – за наявності великого попиту на державні облігації ціни підвищуються, що може знизити вартість запозичень для держави;
- стабілізація економіки – успішно функціонуючий ринок цінних паперів може сприяти стабілізації економіки та підтримувати фінансову систему країни. Диверсифікація джерел фінансування допомагає уникнути однобічної залежності та ризиків.

Висновок з даного дослідження. Таким чином, можемо зробити висновок, що ринок цінних паперів має значний вплив на фінансування державного боргу. Він забезпечує державі можливість отримувати необхідні кошти на сприятливих умовах та залучати інвесторів, що є важливим фактором для стабільного функціонування економіки та розвитку країни. Також, ринок цінних паперів відіграє ключову роль як джерело фінансування витрат на обслуговування державного боргу в умовах воєнного стану, допомагаючи країні виконувати свої фінансові зобов'язання та забезпечувати стабільність фінансової системи. Незважаючи на виклики, пов'язані зі зростанням боргу та складними умовами, Україна продовжує забезпечувати стабільність своєї фінансової системи та виконувати свої фінансові зобов'язання перед кредиторами. Оптимізація боргової політики та залучення коштів на сприятливих умовах

стають важливими завданнями з метою забезпечення фінансової стійкості країни. Однак, слід пам'ятати про необхідність ретельного контролю та раціонального використання цього джерела фінансування для забезпечення стабільності економіки і фінансової безпеки країни, а також, враховувати потенційні ризики, пов'язані із зростанням боргу, про необхідність активного пошуку напрямів оптимізації боргової політики з метою забезпечення фінансової стійкості держави.

Література

1. Замкова Н., Гнидюк І. Державний борг України за масштабної кризи. Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. 2022. Т. 144, № 4. С. 110–121. doi: [https://doi.org/10.31617/1.2022\(144\)08](https://doi.org/10.31617/1.2022(144)08) (дата звернення: 03.07.2023).
2. Бондарук Т.Г. Державний борг України: механізм управління та обслуговування : автореф. дис... канд. екон. наук : 08.04.01. Наук.-дослід. фінанс. ін-т при М-ві фінансів України. Київ, 2001. 19 с.
3. Бондарук Т. Г. Зовнішній державний борг України та механізм його обслуговування. *Фінанси України*. 1999. № 5. С. 94-102.
4. Romenska K., Chentsov V., Rozhko O., Uspalenko V. Budget planning with the development of the budget process in Ukraine. *Problems and Perspectives in Management*. 2020. 18(2). P. 246-260. URL: <http://212.1.86.13/jspui/handle/123456789/4967> (дата звернення: 06.07.2023).
5. Державний борг та гарантований державою борг. *Офіційний сайт Міністерства фінансів України*. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg> (дата звернення: 10.07.2023).
6. Про випуск облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» : Постанова Кабінету Міністрів України від 25.02.2022 №

156. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/156-2022-%D0%BF#Text> (дата звернення: 22.07.2023).
7. Міжнародний валютний фонд спрогнозував різке зростання державного боргу України через війну. URL: https://biz.censor.net/news/3335480/mvf_sprognozuvav_rizke_zrostannya_derjborgu_ukrayiny_cherez_viyinu (дата звернення: 24.07.2023).
8. Міжнародний валютний фонд. URL: <https://www.imf.org> (дата звернення: 25.07.2023).
9. Фінансовий ринок : підруч. : у 2-х т. / кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. Ірпінь : УДФСУ, 2018. Т. 1. 442 с.
10. Інноватика на фінансових ринках : монографія / за наук. ред. д.е.н., проф. С. В. Онишко. Ірпінь : УДФСУ, 2018. 466 с.

References

1. Zamkova N., Ghnydjuk I. (2022). Derzhavnyj borh Ukrainy za masshtabnoji kryzy. [Public debt of Ukraine during the large-scale crisis]. *Visnyk Kyjivsjkogho nacionaljnogho torghoveljno-ekonomichnogho universytetu*. Т. 144, Vol. 4. Pp. 110–121. doi: [https://doi.org/10.31617/1.2022\(144\)08](https://doi.org/10.31617/1.2022(144)08)
2. Bondaruk T.H. (2001). *State debt of Ukraine: management and maintenance mechanism*. Abstract of Ph.D. dissertation. Research Financial Institute under the Ministry of Finance of Ukraine.
3. Bondaruk T.H. (1999). Zovnishnii derzhavnyi borh Ukrainy ta mekhanizm yoho obsluhovuvannia. [External public debt of Ukraine and the mechanism of its maintenance]. *Finansy Ukrainy*. Vol. 5. Pp. 94-102.
4. Romenska K., Chentsov V., Rozhko O., Uspalenko V. (2020). Budget planning with the development of the budget process in Ukraine. *Problems and Perspectives in Management*, 18(2), 246-260. URL: <http://212.1.86.13/jspui/handle/123456789/4967>

5. Derzhavnyj borgh ta gharantovanyj derzhavoju borgh. [State debt and state-guaranteed debt]. *Oficijnyj sajt Ministerstva finansiv Ukrainy*. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>
6. Pro vypusk oblighacij vnutrishnjoji derzhavnoji pozyky «Vijsjkovi oblighaciji». [About the issuance of bonds of the domestic state loan «Military Bonds»]. Postanova Kabinetu Ministriv Ukrainy vid 25.02.2022 vol. 156. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/156-2022-%D0%BF#Text>
7. Mizhnarodnyj valjutnyj fond sproghnozuvav rizke zrostannja derzhavnogho borghu Ukrainy cherez vijnu. [The International Monetary Fund predicted a sharp increase in the national debt of Ukraine due to the war]. URL: https://biz.censor.net/news/3335480/mvf_sproghnozuvav_rizke_zrostannya_derjborgu_ukrayiny_cherez_viyinu
8. Mizhnarodnyj valjutnyj fond [The International Monetary Fund]. URL: <https://www.imf.org>
9. Kovalenko Yu. M (Eds.). (2018). *Finansovyj rynok* [The financial market]. Irpin: UDFSU [in Ukrainian].
10. Onyshko S. (Eds.). (2018). *Innovatyka na finansovykh rynkakh* [Innovation in the financial markets]. Irpin: UDFSU .